

経営者が企業価値に与える影響と経営者報酬の関係

中尾武雄・中 剛

The Relationship between the Effects of Executives on the Value of a Firm and the Executive Compensation

Takeo Nakao · Tsuyoshi Nakashima

ITEC Working Paper Series

10-10

December 2010

経営者が企業価値に与える影響と経営者報酬の関係

同志社大学 技術・企業・国際競争力研究センター
ワーキングペーパー 10-10

中尾 武雄

同志社大学経済学部 教授

E-mail: tnakao@mail.doshisha.ac.jp

中 篤 剛

同志社大学大学院経済研究科 研究員

E-mail: nakashima-850393@giga.ocn.ne.jp

キーワード：経営者の影響力、企業業績、役員報酬、企業価値
(Executives' Influences, Firm Performance, Executive Compensation, Value of a Firm)

本文内容の専門領域：経営者の影響力、企業価値、役員報酬
(Executives' Influences, Firm Performance, Executive Compensation)

著者の専門領域：

中尾武雄：産業組織論 (Industrial Organization)

中嶋 剛：労働経済学、キャリア形成論 (Labor Economics, Career Design)

要旨：

この論文では、経営者の能力や努力度が企業価値に与える影響を推定し、その推定値と経営者が得ている報酬の大きさと比較して、社会的に望ましい水準に決定されているかどうかを分析している。

経営者が企業価値に与える影響の分析では、経営者の能力や努力度を反映する変数として年齢や役員経験年数のような経営者特性と経営者持株比率を用いている。また、経営者の影響は、直接的な貢献だけでなく、配当あるいは利潤を通じて与える間接的な貢献も推定して総合的な影響力を推定している。このうち間接的貢献は、配当モデルでは、経営者の能力や努力度が配当を通じて企業価値に及ぼす影響、利潤モデルでは、利潤に重要な影響を与える輸出、研究開発、広告を通じて企業価値に及ぼす影響を推定している。

日本の製造業 821 社、2007 年のデータを用いて分析した結果、経営者の能力や努力度の差は企業価値のばらつきの約 1.5% から 1.6% になるという推定結果を得た。また、利潤を社会的厚生とする簡単な理論モデルを用いて、最適な経営者報酬水準を算出すると、経営者が企業価値に与える影響の大きさに対する最適な経営者報酬の割合は約 2% から 5% 程度なるが、推定結果によれば直接的影響で 2% 程度、総合的影響で 0.7% 弱となる。これらの推定結果より、現実の経営者報酬は社会的に最適な水準より低い可能性が高いと結論している。

謝辞：

本稿の執筆に当たっては、執筆者の 1 人である中尾武雄は平成 22 年度私立大学等経常費補助金特別補助高度化推進特別経費大学院重点特別経費（研究科分）の助成を受けたので、感謝の意を表す。

経営者が企業価値に与える影響と経営者報酬の関係

中尾武雄・中島剛

1. 始めに

本稿では、経営者の受け取る報酬（以下、経営者報酬¹）と経営者が企業の市場価値（以下、企業価値）に与える影響との関係を明らかにする。経営者報酬と企業業績の関係に関連する実証的な研究は1980年代以降、エージェンシー理論に基づいた研究が数多く存在するが、これらは経営者の利得構造を企業価値から捉えようとするものと企業の統治構造から企業価値を説明しようとするものに大別できる。

前者の経営者報酬の決定要因の分析では、多くの研究で利潤、企業価値、企業規模あるいは株主利益との間に正の相関関係があるとされている（例えば Coughlan and Schmidt, 1985; Murphy, 1985, 1986; Jensen and Murphy, 1990; Kato and Kubo, 2006; Sakawa and Watanabe, 2008; 胥, 1992; 岩崎, 1977; 星野, 1999; 泉田, 2003）。日本企業を対象とした分析としては、経営者報酬が株主の利益だけではなく従業員の利益とも正の相関関係があるという泉田(1997)、企業業績と強い相関をもつのは役員賞与とする胥(1993)、村瀬(1995)、Xu(1997)、短期的業績よりも長期的業績が経営者報酬に影響を与えるとする Ang and Constand(1997)、株主構成や系列グループの影響を分析する Kato(1997)、大森・星野(2003)、Basu *et al.* (2007)、経営者の年齢や在職年数の影響を分析する泉田(1997, 2003)、Basu *et al.* (2007)がある。また、日米を比較した研究としては Kato and Rockel(1992)や Kaplan(1994)などがある²。

後者の経営者が企業価値に及ぼす影響については、コーポレート・ガバナンスの観点から経営者の保有株式に注目した研究が多く (Jensen and Meckling, 1976; Demsetz, 1983; Abowd, 1990; Leonard, 1990; Lichtenberg and Pushner, 1994; Morck, Shleifer and Vishny, 1988; Cho, 1998; 米澤・宮崎, 1996; 手嶋, 2000; 三輪, 2001; 清水, 2007)、経営者の保有株式が多くなるほど経営者と株主の利害の一致が強まり企業価値にプラスの影響をもたらすが、最適な水準を越えれば影響はマイナスになるとされている。また Cho(1998)は企業価値が経営者の株式保有に影響を与える点を強調する。利潤動機を高める役員報酬制度が経営者の行動に影響を与えて企業業績を高めるとする研究もある（例えば Gibbons and Murphy, 1990; Jensen and Murphy, 1990; Main, O' Reilly and Wade, 1993; Xu, 1997; Murase, 1997; Eriksson, 1999; 胥, 1992を参照）。

このように経営者報酬と企業業績の関係の実証研究は多く存在するが、いずれの分析でも経営者の行動が企業のさまざまな行動や戦略に影響を与え、その

影響を通じて企業のパフォーマンスが変化する点が考慮されていない。例えば、努力を惜しまない有能な経営者であれば、国際競争力や技術水準を高め、販売促進活動を活発化して企業の利潤獲得能力を高めるはずである。そこで、本稿では、経営者の経営戦略の影響を受け、かつ企業の利潤獲得能力に重要な影響を与える要因として企業の輸出水準、研究開発規模、広告規模を採用し、経営者の能力や努力度がこれらの要因を通じて企業価値に与える影響あるいは経営者が配当水準に与える影響を含めた総合的な大きさを推定する³。

このような経営者が企業価値に与える影響の総合的分析の推定だけでも革新的な研究になると思われるが、本稿ではさらに、この経営者が企業価値に与える総合的な影響の大きさと経営者報酬の関係についても分析する。検定する帰無仮説は「経営者が企業価値に与える影響が大きくなるか」であるが、この回帰分析の結果として、経営者報酬の経営者が企業価値に与える影響に対する現実の比率の推定値が得られる。そこで、理論的分析により、社会的厚生としての利潤を最大化する経営者報酬と経営者が企業価値に与える影響の大きさの比率を分析することで、現実の比率が最適な水準の近傍にあるかどうかを解明でき、その結果として現在の日本の経営者報酬が多すぎるのか少なすぎるのかという問題にも一定の解答を与えることができる。

本稿の第2章では実証分析で利用する推定モデルを導出する基礎となる理論モデルを構築する。具体的には2.1.では経営者報酬の増加が経営者の努力および企業利潤を高めることを説明した上で、経営者が企業価値に与える影響と経営者が得る報酬との関係の間の最適条件を基本命題として導出する。2.2.では、基本命題で提示された経営者の影響力と報酬の関係が実際に成立しているかどうかを分析するための推定モデルを導出する。具体的には、経営者の企業貢献度に関する推定モデル、および配当を通じた貢献度（配当仮説）と広告、研究開発、輸出を通じた貢献度（利潤仮説）のそれぞれの随伴推定モデルを考慮した経営者が企業価値に与える総合的影響に関する推定モデルを導出する。3.1.では使用データの収集方法、3.2.ではサンプル企業の選択方法を説明する。3.3.では推定に使用する被説明変数と説明変数の統計的特性を確認する。続く第4章では、4.1.では配当モデル、4.2.では利潤モデルの推定結果を用いて、経営者の特性の差異がもたらす企業価値への影響の大きさを相対比較（直接的影響あるいは間接的影響の総合的影響に対する比率）の観点から分析する。次に、経営者が企業価値に与える影響の大きさの推定値を用いて経営者報酬との相関関係を推定する。第5章では、本稿の結論とその結論から導き出される提案について言及する。

2. 推定モデルと仮説

2.1. 基本モデル

この章では、経営者の努力度が企業価値に与えるメカニズムと経営者報酬の関係を明らかにする簡単な理論モデルを構築する。

2.1.1 経営者の効用最大化問題

現在、日本で上場している企業の多くでは、所有と経営が分離し、株主と経営者の間では情報の非対称性が存在している。そのため経営者は利潤を最大化するのではなく、自分の効用を最大化するし、株主は経営者が努力するような経営者報酬システムを導入している。これは基本的には労働者の場合の efficiency 賃金仮説と同じであるから、手抜き防止仮説、人材集め仮説、ギフトエクステンジ仮説などが経営者の報酬についても成立すると思われる。例えば、手抜き防止説の場合は、経営者の効用最大化問題は

$$U = k(e)y_0 + (1-k(e))y - e$$

と表される。ただし、 U は経営者の効用、 k は解雇される確率、 e は経営者の（金額表示の）努力度、 $k(e)$ は解雇関数で努力すれば解雇の確率が低下するから $k'(\cdot) < 0$ 、 y_0 は経営者が解雇されたときの所得、 y は解雇されなかった場合の所得（経営者報酬）である。この最大化問題の1階の条件 $k'(e)(y_0 - y) = 1$ を解けば、経営者の努力関数

$$e = e(y_0, y) \quad (1)$$

が得られる。また、 $k''(\cdot) > 0$ を仮定すれば、経営者報酬の増加は経営者の努力度を増加するという関係 $de/dy > 0$ が得られる。

2.1.2 株主の利潤最大化と社会厚生最大化

経営者報酬を差し引く前の粗利潤を Π 、粗利潤が経営者の努力度に依存することを表す関数を $\Pi(\cdot)$ と表すと、粗利潤は

$$\pi = \Pi(e(y_0, y)) - y$$

と表される。株主は、利潤が最大になるように経営者報酬 y を決定するから、最大化問題の1階の条件

$$d\pi/dy = \Pi'(e)(de/dy) - 1 = 0 \quad (2)$$

をえる。また、社会厚生が大きさが利潤によって表されると仮定すれば、(2)式は社会的な最適条件にもなる。

2.1.3 経営者の貢献と経営者報酬

企業価値 FV は将来得られる利潤の現在価値合計であるから、利潤 π の一定の増加率を g 、時間割引率を r とすると

$$FV = \pi / (r - g) \quad (3)$$

と表される。利潤が一定の比率で増加するモデルでは経営者が企業価値に与える影響の大きさは $1/(r-g)$ 倍になるから、経営者報酬 y が利潤と同じ成長率で

増加し、かつ経営者の在任期間が無限であれば、経営者報酬の現在価値は $y/(r-g)$ と表される。経営者報酬を差し引かない企業価値を $FV^* = \Pi(e(y_0, y))/(r-g)$ と定義すると、企業価値は

$$FV = FV^* - y/(r-g)$$

となって、経営者が企業価値に与える影響と報酬の間の最適条件を示す式

$$dFV^*/dy = 1/(r-g) \quad (4)$$

をえる。(3)式より $FV/\pi = 1/(r-g)$ という関係を得るが、この右辺は PER であるから、以下の命題を得る。

基本命題

最適な経営者報酬水準では、経営者報酬の増加分と、この増加の影響で経営者がもたらす企業価値の増加分の比率は $1/PER$ に等しい⁴。

この命題は、PER が大きい企業では将来の経営者報酬も大きくなるため、現在の経営者報酬の企業価値に対する最適な比率が小さくなることを示している。実証分析では、この基本命題の関係が成立しているかどうかを分析することになる。

2.2. 推定モデル

2.2.1 基本的な関係

基本命題の関係が成立しているかどうかを調べるためには、経営者が企業価値に与える影響の大きさを推定する必要がある。このための最も簡単な推定モデルは

$$FV = a_0 + a_1 M + a_2 X \quad (5)$$

ただし、 $a_i (i=0, 1, 2)$ は推定されるべきパラメータ、 M は経営者の能力の高さ、経験の長さ、動機の強さなどを表す変数のベクトル表示⁵、 X はコントロール変数である。

2.2.2 配当仮説

(5)式で問題となるのはコントロール変数である。これには企業価値に影響を与える重要な変数を選択する必要があるが、中尾(2008)は企業価値を決定する最も重要な要因は配当であることを明らかにしている。配当 D が一定の比率 g で増加すると想定すれば⁶、配当仮説によれば企業価値は

$$FV = D/(r-g) \quad (6)$$

と表される。配当成長率の g は経営者の能力や努力度に依存すると考えて線形近似した推定式は

$$FV = a_0 + a_1 M + a_2 D \quad (7)$$

と表される。表示を簡単化するためにパラメータは(5)式と同じ記号を使っているが、 $a_i (i=0, 1, 2)$ は配当モデルで推定されるべきパラメータである⁷。

この推定モデルで、問題になるのは配当の大きさが経営者の影響を受ける点である。経営者が有能であれば配当も大きくなるはずである。したがって、この配当モデルの場合には、随伴的な関係

$$D=b_0+b_1M+b_2U \quad (8)$$

を推定する必要がある。ただし、 $b_i (i=0, 1, 2)$ は推定されるべきパラメータ、 U はコントロール変数である。これらの2式を使えば、経営者が企業価値に与える影響の直接的影響と間接的影響を総合した大きさ dFV/dM は

$$dFV/dM=a_1+a_2b_1 \quad (9)$$

と表される。右辺の第1項が直接的影響、第2項が間接的影響を示している。

2.2.3 利潤仮説

配当仮説では、企業価値は将来支払われる配当の現在価値合計に等しくなるが、利潤仮説では企業が将来得る利潤の現在価値合計に等しくなる。中尾(2009)では、この考え方に基づいて企業価値の決定要因を分析し、輸出 EX 、研究開発 RD 、広告 AD などが重要な役割を果たすことを明らかにしている。この利潤仮説によれば企業価値は

$$FV=\pi/(r-g)$$

と表される。ただし、ここでは g は利潤の増加率である。このケースでは、 π も g も研究開発、広告、輸出、経営者の能力などに依存しているため、これらをコントロール変数とすれば、推定式は

$$FV=a_0+a_1M+a_2EX+a_3RD+a_4AD \quad (10)$$

となる。今回も表示を簡単化するために(6)式と同じ記号を使っているが、 $a_i (i=0, 1, 2, 3, 4)$ は利潤モデルで推定されるべきパラメータである。このモデルでも輸出、研究開発、広告は経営者の影響を受けるであろうから、3本の随伴的な関係

$$Z_j=b_{0j}+b_{1j}M+b_{2j}U \quad (11)$$

を推定する必要がある。ただし、 $Z_j (j=1, 2, 3)$ は EX 、 RD 、 AD を表し、 $b_{ij} (i=0, 1, 2)$ は推定されるべきパラメータである。これらの式を使えば、経営者が企業価値に与える総合的な影響の大きさは

$$dFV/dM=a_1+a_2b_{11}+a_3b_{12}+a_4b_{13} \quad (12)$$

と表される。右辺の第1項が直接的影響、第2項以降が間接的影響を示している。

2.2.4 経営者報酬と経営者貢献度の推定式

経営者報酬の水準が、社会的厚生としての利潤を最大化するように決定され

ているかどうかを分析するのが本稿の目的の一つで、この節では、そのための推定式について考える。ここで強調しておきたいのは、この推定式は経営者報酬の決定メカニズムを解明するためのものではないことである。さまざまな要因が経営者報酬水準に影響を与えると思われるから、経営者報酬の決定メカニズムについて分析するのであれば多くの説明変数からなる推定式を用いる必要があるが、ここでの目的は経営者報酬と経営者の企業価値への影響力の相関関係の解明であるから、推定式は被説明変数が経営者報酬で説明変数が経営者の企業価値への影響の大きさだけという簡単なものになる。

配当モデルあるいは利潤モデルの推定結果を使えば、経営者が企業価値に与える影響の大きさの推定値をえることができる。(9)式と(12)式を用いると、経営者が企業価値に与える総合的影響 $\Delta_{\mu}FV$ の大きさは、配当モデルであれば

$$\Delta_{\mu}FV=(a_1+a_2b_1) M$$

利潤モデルであれば、

$$\Delta_{\mu}FV=(a_1+a_2b_{11}+a_2b_{12}+a_2b_{13}) M$$

と表される。したがって、経営者報酬 y と経営者の総合的な貢献度の関係を推定するための式として

$$y=h_0+h_1\Delta_{\mu}FV$$

が考えられる。ただし $h_i(i=0, 1)$ は推定されるべきパラメータである。また、経営者報酬水準の決定が直接的影響 $\Delta_{\mu}FV$ のみに基づいて行われている場合には、推定式は

$$y=h_0+h_1\Delta_{\mu}FV$$

となる。これらの推定に用いられている式を均衡近辺での線形近似と考えれば、パラメータ h_1 も限界的な関係を近似していると考えられることができるが、基本命題によれば、経営者報酬の水準が最適化されていれば、経営者貢献度の $1/PER$ に等しくなるという関係があるはずである。したがって、推定されたパラメータ h_1 と $1/PER$ を比較分析すれば、日本企業の経営者報酬が大きすぎるのか小さすぎるのかを明らかにできる可能性がある。

3. データの詳細

3.1. サンプル企業、推定方法とデータ

ここでは、前章で提示された推定モデルの分析で用いるデータについて説明する。推定に必要なデータとしては、企業価値を算出するための株価と発行済み株式数、経営者の能力や経験を示す特性、配当、研究開発支出、広告支出、輸出額およびコントロール変数としての財務データである。これらのデータの収集には NEEDS-CD ROM『企業基本ファイルⅡ』の2008年バージョン、NEEDS-CD ROM『日経財務データ』の2008年バージョン、東洋経済『株価CD-ROM』2008年バージョンを使ったが、『企業基本ファイルⅡ』に収録されているのは2007年

データのみであるため、これを用いて収集する経営者の特性などのデータは 1 年のみとなる。したがって、回帰分析の方法としてはクロスセクションとなるが、財務データなどのその他の変数については、景気変動の影響を平均化するために 2005 年から 2007 年のデータを収集して、この 3 年の平均値を算出する。また、財務データについては、連結決算と単独決算の選択があるが、本稿では単独決算のデータを採用する。これは、経営者の努力や能力の高さが明確に反映されるのは、その経営者が経営する企業本体と考えるからである。たとえ資本関係がある子会社であっても、その業績は、その子会社の経営者の能力や努力度を反映するはずであるから、親会社の経営者の影響力は限定的と考えられる。

3.2. サンプル企業の選択

分析の対象となるサンプル企業は以下のような条件を用いて選択する。

① 製造業の企業で 12 ヶ月の決算データが収集できる。

『日経財務データ』を用いて、データ収集期間のすべての年度で決算月の変更がなく 12 ヶ月決算のデータが収集できる企業を選択する。この条件を満たす企業数は 1470 社である。

② 3 月決算以外の企業は排除する。以下で説明するが企業価値は各年の年初株価に期末総株式数を乗じて得ているため、株価データと総株式数データで時間的なずれが存在する。このため株価データを得ている年初と決算月の間の期間に株式分割のような資本移動があったケースでは企業価値に誤差が生じる。この問題の影響を小さくするためにサンプル企業を 3 月決算の企業に限定する。この条件でサンプル企業数は 1202 社となる。

③ 製造業企業と分類されているにもかかわらず製造原価中の労務費のデータを公表していない企業が若干ある⁸。これらの企業はサンプルから除外する。これでサンプル企業数は 1127 社となる。

④ サンプルでデータ収集期間中に資本が負になった債務超過企業が 2 社存在する。これらの企業もサンプルから除外する。

⑤ 1 月から 3 月の間に資本移動があったケースでは、企業価値に誤差が生じるが、『株価 CD-ROM』を参照すれば資本移動のあった月が判定できる。そこで、1 月から 3 月の間に資本移動があった企業も除外する。これでサンプル企業数は 1084 社となる。

⑥ 経営者の持株数のデータがない企業と平均役員就任年が 2006 年以前の企業を除外する。これでサンプル企業数は 1073 社となる。

⑦ 誕生年が異常に古い (1900 年以前) ケースと 2005 年から 2007 年のいずれかの年で年初株価データがない企業を除外する。これでサンプル企業数は 1067 社となるが、これが、基本的なサンプル企業の数である。

⑧経営者報酬のデータがない企業が8社あるため、経営者報酬を利用する分析では、これらの企業を除外する。したがって、このケースではサンプル企業は1059社となる。

⑨利潤モデルでは研究開発支出のデータが必要であるが、これを連結決算では公表しているが単独決算ではしていない企業がある。そこで、利潤モデルでは、研究開発関連データを公表していない企業をサンプルから除外する。この場合にはサンプル企業数は821社である⁹。

3.3. 被説明変数と説明変数

3.3.1 基本的なデータ

配当モデル、利潤モデルのいずれのケースでも、被説明変数は企業価値で、これは『株価 CD-ROM』より収集した2005年から2007年の年初株価に、『日経財務データ』より収集した3月決算の期末総株式数を乗じた値を用いる。これらの3年のデータの平均値の特性は、平均が1770億円、標準偏差が8399億円、最小値が10億円、最大値が22兆1293億円である。

説明変数の経営者特性としては、経営者の能力の高さや経験の長さを表すデータを入手する必要があるが、既述のように経営者特性のデータは『企業基本ファイルⅡ』を用いて収集するため、これに収録されているデータに限定される。そこで、役員情報を記載するセクションで上から5人の役員を選択して、これら役員¹⁰の年齢 *AGE* (以下では役員年齢)、入社年齢、役員就任年齢、持株数のデータを収集し、これらを用いて入社後の年数 *EXPE*、役員就任後の年数 (以下では役員経験) *YEXPE*、持株比率 *KBH*を算出し¹⁰、さらに5人の平均値を計算して説明変数とする。役員年齢、入社後年数、役員経験はそれぞれ人生における経験、社員としての経験、役員としての経験の長さが経営者の知識・能力・熟練度をより高めるとする仮説に対応している¹¹。これらの変数はいずれも企業価値とはプラスの関係があると予想される。持株比率は、それが高いほど経営者の利潤や企業価値を高める動機が強くなるという仮説を表している。ただし、経営者の持株がその行動に与える影響については、株主と経営者の利益を一致させる効果 (アラインメント) と経営者の地位が強められる効果 (エン trench ment)があるため、企業価値に与える影響が複雑になるという研究もある (例えば Morck *et al*, 1988)。また、経営者の持株が大きいことは、既に巨額の資産を保有しているという資産効果と每期得られる配当による所得効果の存在を意味するから、努力動機が小さくなると考えられる¹²。したがって、持株比率と企業価値の関係がプラスかマイナスかは推定結果によって判断する。これらのデータの統計的特性は第1表に示されている。

第1表 経営者の特性 (単位:年, %)

変数	平均	標準偏差	最小値	最大値
AGE	60.4	3.4	45.4	72.0
KBH	3.7	7.7	0.0	55.1
EXPE	27.0	9.9	1.6	46.0
YEXPE	9.0	5.2	1.2	35.8

3.3.2 配当モデル、利潤モデルと随伴推定モデル

配当モデルでは、企業価値推定式の説明変数は、経営者特性と配当であるが、配当は、『日経財務データ』より収集した普通株式の中間配当額と期末株主配当額の合計とする。既述のように、2005年から2007年の配当を算出し、この3年の平均値を用いる。

利潤モデルの経営者特性以外の説明変数は、研究開発費、広告費、輸出額である。これらのデータは『日経財務データ』で収集し、研究開発費は「研究開発活動の状況」欄の研究開発投資額、広告費は広告・宣伝費、輸出額は輸出売上高・営業収益を利用する¹³。ただし、広告支出と輸出額については、データが公表していない企業については、無視できる水準と見なしてゼロとおく。

随伴推定モデルでは、被説明変数は配当、研究開発費、広告費、輸出額で、説明変数は経営者特性とコントロール変数である。コントロール変数としては、企業の規模を表す変数として売上高を用いる。具体的には、『日経財務データ』の売上高・営業収益である。配当、研究開発費、広告費および輸出額に影響を与えるのは企業規模だけでなく、さまざまなその他の変数も影響を与える。例えば、企業の成長率や利潤率が考えられる。ところが、これらの被説明変数に影響を与えるほとんどすべての変数は経営者の行動によって決定されるか、少なくとも重要な影響を受ける。したがって、その他の説明変数を追加すれば、経営者特性の影響の一部あるいはほとんどが、追加された説明変数の影響とされるであろうから、経営者特性の影響力の大きさが過小評価される結果となる。この理由でコントロール変数としては売上高 U のみを用いる。

以上で説明された変数の統計的特性は第2表に示されている。

第2表 配当、研究開発費、広告費、輸出額 (単位:億円¹⁴)

変数	平均	標準偏差	最小値	最大値
DV	20.4	113.3	0.0	2,965.3
AD	10.4	56.1	0.0	967.0
RD	47.6	289.7	0.0	7,077.5
EX	350.1	2,576.5	0.0	66,882.6
U	1,381.7	4,858.7	6.6	103,274.0

3.3.3 経営者報酬データ

経営者報酬のデータは『日経財務データ』と『企業基本ファイルⅡ』の双方から得られる¹⁵。これらの2種類の経営者報酬データは相関関係が0.63とそれほど高くない。平均値は前者では約2.1億円、後者では約2.2億円。また、最大値は約16.2億円と約30.2億円である¹⁶。いずれも後者の方が大きく、これは後者の方がより包括的なデータであることを示唆していると思われる¹⁷。したがって、本稿では後者のデータを用いる。

経営者報酬データは全役員に支払われた金額合計であるから、役員数で割れば、一人当たりの経営者報酬が算出できる。サンプル企業では、平均役員数が8.8人で、平均すると役員1人当たりの報酬は2,385万円、最小値が157万円、最大値が25,180万円である。また、**第3表**に平均経営者報酬の企業分布が示されているが、1000万円から4000万円の企業が70%以上を占めていることが分かる。

第3表 平均経営者報酬の企業分布

～999万円	171
1000万円～1999万円	402
2000万円～2999万円	249
3000万円～3999万円	110
4000万円～	127

4. 推定結果と分析

クロスセクションデータであるため、推定方法は通常の方法である。LM検定で多くのケースで不均一分散の可能性を棄却できなかったが、これらのケースでは標準誤差はWhiteなどの方法で算出している。

4.1. 配当モデル

4.1.1 推定結果と経営者の影響の大きさ

企業価値を被説明変数とし、配当とさまざまな経営者特性を組み合わせた推定を行った結果が**第4表**の「全説明変数」欄に示されている。ただし AR^2 は自由度修正済決定係数で、以下でも同様である。このすべての経営者特性を説明変数としたケースでは、入社後年数と役員経験が統計的に有意でない。これらの説明変数を除いた推定結果が同じ表の「有意な説明変数」欄に示されている。以下の分析では、この推定結果を用いる。

第4表 企業価値と経営者特性の分析

被説明変数=企業価値				
	全説明変数		有意な説明変数	
説明変数	推定係数	ρ 値	推定係数	ρ 値
切片	-35819	0.022	-36525	0.019
<i>DV</i>	7.2	0.000	7.2	0.000
<i>AGE</i>	642	0.017	661	0.013
<i>EXPE</i>	12.7	0.858		
<i>YEXPE</i>	8.5	0.939		
<i>KBH</i>	-86.8	0.041	-83.8	0.006
AR^2	0.94		0.95	

配当と役員年齢の推定係数の符号は予想と一致しているが、持株比率は統計的に有意で符号はマイナスであり、経営者の持株が大きいことは経営者の努力動機を高めるとする仮説と相反する結果となった。これから、持株が大きい経営者は経営者の地位が安定することや、資産効果および配当の所得効果によって努力動機が小さくなったと推察できる¹⁸。

配当に関する随伴推定式のすべての説明変数を用いたケースと統計的に有意な説明変数に限定したケースの推定結果は**第5表**のようになった¹⁹。経営者特性で統計的に有意になったのは役員年齢と役員経験であるが、役員年齢の推定係数の符号がマイナスである。これは、その他の条件が同一であれば役員平均年齢が高い企業ほど配当が小さくなることを意味しているから、役員年齢が高い企業ほどより多くの利潤を内部留保している可能性が高い。

以上のような推定結果を用いて経営者が企業価値に与える影響の相対的な大きさを分析することができる。そこで、経営者が企業価値に与える影響の相対的な大きさを数値化するために、経営者の特性、例えば、役員年齢の直接的貢献度を以下のように定義する。

第5表 随伴推定式の推定結果：配当

被説明変数=配当				
	全説明変数		有意な説明変数	
説明変数	推定係数	ρ 値	推定係数	ρ 値
切片	5475	0.154	5916	0.160
<i>U</i>	0.020	0.000	0.020	0.000
<i>AGE</i>	-108	0.109	-123	0.117
<i>EXPE</i>	-24.44	0.433		
<i>YEXPE</i>	107	0.017	88	0.005
<i>KBH</i>	-3.780	0.774		
AR^2	0.73		0.73	

$$\text{年齢の直接的貢献度} = \text{年齢の推定係数} \times (\text{年齢の最大値} - \text{年齢の最小値}) / (\text{企業価値最大値} - \text{企業価値最小値}).$$

この値は経営者特性としての年齢によってもたらされる企業価値における差の最大値が企業価値の差の最大値に占める比率を表す。この比率が大きいほど役員年齢の相対的な重要性が高いのは明らかである²⁰。経営者が企業価値に与える直接的影響の大きさは、すべての経営者特性について貢献度を算出し合計すれば得られる。経営者の配当を通じた間接的な企業価値への貢献度の大きさは以下の計算式を用いる。

$$\text{役員年齢の間接的貢献度} = \text{第5表の配当推定係数} \times \text{第4表の役員年齢推定係数} \times (\text{役員年齢の最大値} - \text{役員年齢の最小値}) / (\text{企業価値最大値} - \text{企業価値最小値}).$$

役員年齢の総合的貢献度は、これらの直接的貢献度と間接的貢献度を合計すれば得られる。これらの経営者特性の企業価値への貢献度の計算結果は第6表に示されている。ただし、役員年齢については、直接的影響はプラス、配当を通じた間接的影響はマイナスで、かつ後者の方が大きかったため、直接的貢献度をマイナスで表示している。したがって、総合的貢献度の0.3%は役員年齢が若いことによる企業価値への貢献度の大きさを示している²¹。また、持株比率については、プラス表示になっているが、持株比率が小さいほど企業価値が高くなるのであるからマイナス効果であることを強調しておく。

第6表 経営者の企業価値貢献度 (%)

	役員年齢	役員経験	持株比率	合計
直接的貢献度	-0.8	0.0	0.2	1.0
間接的貢献度	1.1	1.0	0.0	2.0
総合的貢献度	0.3	1.0	0.2	1.5

第6表より明らかのように、総合的貢献度で見れば、役員経験が特に重要で、役員年齢と持株比率の貢献度は小さいが、これらを合計した経営者の総合的貢献度は1.5%程度である。すなわち、経営者の年齢、経験、持株比率で表される差異によって企業価値には1.5%程度の格差が生じ、役員経験は長い若く、持株比率が低いほど企業価値は高くなるという結果である。

4.1.2 経営者報酬の水準

経営者の直接的影響 $\Delta_{\mu}FV$ と総合的影響 $\Delta_{\mu}FV$ の推定値を利用して、これらと経営者報酬の相関関係を推定する。推定結果は以下のようになった。

$$\text{経営者報酬} = -628 + 0.021 \Delta_{\mu}FV \quad AR^2 = 0.03$$

(0.0) (0.00)

$$\text{経営者報酬} = -90 + 0.0068 \Delta_{\mu}FV \quad AR^2 = 0.01$$

(0.01) (0.00)

ただし、括弧内の値は p 値で、以下でも同様である。これらの推定結果より、経営者報酬は経営者の直接的貢献度の 2%程度、総合的貢献度の 0.7%弱であることが分かる。

基本命題によれば、経営者報酬が社会的に最適な水準であれば PER の逆数に等しくなる。この関係を確認するためには、PER の大きさを推測する必要があるが、株価関連のデータであるため、ホームページなどで比較的簡単に入手できる。例えば、東証のホームページ http://www.tse.or.jp/market/data/per-pbr/b7gje600000051p5-att/j_longrange-perpbr.xls によれば 2005 年から 2007 年の PER の平均値は 27 程度であるが、2008 年から 2009 年の平均値は 16 程度である²²。そこで、日本の標準的な PER を 15 から 25 と設定すれば、経営者は企業価値に与える影響(増加分)の 4%から 7%弱程度を報酬として得ることが望ましいという結果になる。ただし、この比率は経営者の在任期間が無限である場合で、現実には在任期間は有限であるから、この比率はもっと低くなる。例えば本稿のサンプル企業での役員経験年数の平均は 9 年である。そこで、在任期間を 18 年と仮定して経営者報酬の経営者の影響の大きさに対する最適な比率を再計算すると²³、PER が 15 のときには約 4.7%、PER が 20 のときには約 2%となる。上述のように、現実の推定結果では、直接的影響で 2%、総合的影響で 0.7%弱であるから、経営者報酬は最適な水準より低い可能性が高い。

4.2. 利潤モデル

4.2.1 推定結果と経営者の影響の大きさ

利潤モデルでは、企業価値を被説明変数とし、説明変数としては広告費、研究開発費、輸出額、経営者の特性としての役員年齢、役員経験および役員持株比率を用いて推定した。その推定結果は

$$FV = -44583 + 2.05AD + 0.80RD + 0.19EX + 724AGE + 565YEXPE - 219KBH$$

(0.06) (0.09) (0.07) (0.00) (0.08) (0.01) (0.04)

AR² = 0.90

となった。すべての説明変数は 10%水準で統計的に有意で推定パラメータの符号も、持株比率以外は予想されたものと一致している。

広告費、研究開発費と輸出額の随伴推定式の推定結果は第7表に示されている。上の段にすべての経営者特性を説明変数としたケース、下の段に統計的に有意なものに限定したケースが示されている。ただし、役員年齢については、どのケースでも推定パラメータの符号はマイナスである。これは、役員年齢が若いケースほど広告費、研究開発費、輸出額が大きくなることを意味しているから、経営者が若いほど、広告や研究活動が活発で、海外進出にも積極的である可能性を示唆している。

第7表 随伴推定式の推定結果

被説明変数	説明変数	切片	U	AGE	$YEXPE$	KBH	AR^2
広告費	推定係数	3498	0.01	-69	57	-3.46	0.75
	ρ 値	0.02	0.00	0.01	0.00	0.57	
	推定係数	3356	0.01	-67	54		0.75
	ρ 値	0.02	0.00	0.01	0.00		
研究開発費	推定係数	11896	0.06	-253	62	75	0.87
	ρ 値	0.11	0.00	0.06	0.34	0.02	
	推定係数	10196	0.06	-217		96	0.87
	ρ 値	0.14	0.00	0.07		0.00	
輸出額	推定係数	250692	0.53	-4802	479	843	0.86
	ρ 値	0.00	0.00	0.00	0.47	0.00	
	推定係数	237594	0.53	-4523		1001	0.86
	ρ 値	0.00	0.00	0.00		0.00	

配当モデルのケースと同様な方法で貢献度を計算すると第8表のような結果を得る²⁴。持株比率については、直接的影響がマイナス、間接的影響がプラスで、後者の合計が前者よりも大きいことから、直接的貢献度の値をそのままマイナスで表示している²⁵。

第8表 利潤モデルでの経営者貢献度

	役員年齢	役員経験	持株比率	合計
直接的貢献度	-0.9	0.8	-0.5	2.2
間接的貢献度				
広告費	0.2	0.2	0.0	0.3
研究開発費	0.2	0.0	0.2	0.4
輸出額	1.0	0.0	0.5	1.5
総合的貢献度	0.5	1.0	0.1	1.6

ただし、この表の役員年齢と持株比率については、貢献度の解釈に注意が必要

である。役員年齢は直接的影響がプラス、間接的影響がすべてマイナスで、後者の合計が前者よりも大きいことから、直接的貢献度の値をマイナスで表示している。したがって、役員年齢の総合的貢献度の0.5%は、役員年齢が若いことによってもたらされる。経営者持株比率については、直接的影響はマイナスであるが、研究開発と輸出を通じた間接的影響はプラスで、後者の合計のほうが大きいので、そのまま表示している。これは利潤モデルでは持株比率が大きいほど企業価値が増加するということを意味し、配当モデルとは逆の結果である。ただし、直接的貢献度がマイナス0.5%で間接的貢献度が約0.7%で、差し引きするとプラス0.1%程度となり、直接的貢献と間接的貢献がほぼ相殺されるため、配当のケースの(マイナス)0.2%とほとんど同じような値、すなわちゼロに近い水準になっている。

第6表は配当を通じた経営者特性の影響の推定結果、第8表は利潤を通じた経営者特性の影響の推定結果であるが、これらの総合的貢献度の推定値を比較すると、役員年齢、役員経験、持株比率の貢献度のいずれもほぼ同じ水準である。これは経営者の貢献度に関する本稿での推定結果の信頼度が高いことを示唆していると思われる²⁶。

4.2.2 経営者報酬の水準

利潤モデルでの経営者の直接的影響 $\Delta_{\mu}FV$ と総合的影響 $\Delta_{\sigma}FV$ の推定値を利用して、これらと経営者報酬の相関関係を推定すると以下のような推定結果が得られた。

$$\text{経営者報酬} = -48 + 0.0054 \Delta_{\mu}FV \quad AR^2 = 0.01$$

(0.60) (0.00)

$$\text{経営者報酬} = -31 + 0.0076 \Delta_{\sigma}FV \quad AR^2 = 0.01$$

(0.66) (0.00)

したがって、利潤モデルでは、経営者報酬は経営者の直接的影響の0.5%強、総合的影響の0.8%弱であることが分かる²⁷。配当モデルと比較すると直接的影響では1/4程度となっているが、総合的影響は同じような値である²⁸。

最適な経営者報酬の分析で直接的貢献度と総合的貢献度のどちらの推定結果を用いるべきかという問題があるが、経営者は配当、広告、研究開発、輸出などを通じて企業価値に影響を与えるのであるから、経営者の影響の重要性を分析する場合には、総合的貢献度を使うほうが適切であろう。配当モデルと利潤モデルの総合的貢献度の推定結果によれば、経営者の総合的貢献度の大きさに対する現実の経営者報酬の比率は0.7%から0.8%程度と推定できる。配当モデルの経営者報酬の推定結果を分析した4.1.2でも述べたが、現実のPERなどから判断すると最適な経営者報酬の水準は経営者の影響の大きさの2%ないし5%弱であるから、社会的厚生(利潤)を最大化するためには、日本の経営者

報酬は現在の水準より数倍大きくする必要があると思われる。既述のようにサンプル企業の場合の平均経営者報酬は約 2400 万円であるが、1 億円が珍しくない水準になることが望ましいのではないかと思われる²⁹。

5. 結語

本稿では、第 1 段階で経営者が企業価値に与える影響の大きさを推定し、第 2 段階でそれと経営者報酬の相関関係を調べた。その結果得られた結論は、日本での現在の経営者報酬は社会的に最適な水準に比較すると低すぎるということになる。一般社員と比較すれば現在の日本でも役員が得ている報酬は大きすぎると感じる日本人は多いであろうから、経営者報酬を数倍にするような提案には拒否反応があると思われるが、これは経営者をより金持ちにするのが目的ではないことを強調しておきたい。経営者報酬の増加で社会全体としての厚生が増加するという結論が得られた故の提案である。簡単に言えば、経営者報酬を平均で 1 億円にすれば、経営者によりよき人材が集まり、より一層努力する結果、日本企業の生産性がより高くなり、より良い品質の財が生産され、輸出競争力がより強くなり、日本全体として所得がより高くなって、日本全体がよりゆたかになると思われるための提案なのである。

注：

1. 日本の財務データでは、経営者が得る所得は費用としての「役員報酬」と利益処分の「役員賞与」に分けられるのが普通である。したがって、経営者の所得を役員報酬と呼ぶと前者と混同する可能性があるため、本稿では経営者報酬と呼ぶ。
2. 経営者報酬に関するさまざまな研究については Murphy (1999) によるサーベイを参照されたい。
3. 前者は、企業価値は将来利潤の現在価値合計に等しいという仮説、後者は、将来配当の現在価値合計に等しいという仮説に基づいている。
4. 正確には、 FV^* は企業価値から役員報酬を差し引いた値であるが、現実には利潤に比較すれば、役員報酬は無視しえる程度の大きさであり、 FV^* は企業価値 FV とほとんど同じ値と考えられる。
5. したがって、推定パラメータ a_1 もベクトルである。コントロール変数が複数の場合には a_2 も同様である。以下でも、暗黙の内にベクトル変数が使われる場合には、同様のことが言える。
6. 表示を簡単化するために、利潤の成長率と同じ記号を使っている。
7. 以下でも、推定パラメータについては、表示の簡単化のために同一の記号を用いているケースがある。

8. これらの企業は持株会社であるか、工場を持たないファブレス企業と思われる。
9. 役員報酬データを使うケースでは816社となる。
10. 持株比率を算出するために用いる発行済み株数については『日経財務データ』より収集。
11. 役員年齢、役員経験が企業業績に与える影響については清水（2007）で分析されている。
12. 労働供給分析で、所得効果が労働供給量を減少させるメカニズムが経営者の努力度のケースにもあてはまると思われる。
13. 研究開発が企業業績に与える影響については三輪（2001）、清水（2007）で、広告費が与える影響は三輪（2001）で分析されている。
14. 表では、見やすさのため単位を億円としているが、推定では単位は百万円である。研究開発費はデータが収集できた821社で算出した。また、この最小値が0となっているのは数値が小さいためである。
15. 経営者がストックオプションから得る報酬はデータが収集できないため含まれていない。
16. 最小値はいずれも0である。
17. 『企業基本ファイルⅡ』では、経営者報酬は、定款又は株主総会決議に基づく報酬、報酬委員会決議に基づく報酬、利益処分による役員賞与、業績連動報酬、株主総会決議に基づく退職慰労金、その他の報酬の合計となっている。一方、『日経財務データ』では「販売費および一般管理費で費用処理された役員報酬、役員賞与。役員退職給与引当金繰入額を含む」と「利益処分計算書（単独）」に記載の「取締役賞与金および監査役賞与金」の合計である。
18. アメリカ企業や日本企業を対象とする実証的分析では経営者の持株と企業価値の関係が非線形になることが示されている。例えば、Morck *et al* (1988)、手嶋(2000)を参照。
19. 役員年齢は正確には10%水準で統計的に有意でないが、ほぼ条件を満たしているので採用する、以下の分析でも、同様なケースは説明変数から除外しない。
20. 変数によって最大値と最小値が企業で異なるため、この計算式で算出した貢献度の合計は100%になるわけではない。例えば、配当モデルでは貢献度の総合計は97.1%となる。したがって、時系列データの分析で用いられる貢献度とまったく同一というわけではない。
21. 直接的貢献度の合計は、役員年齢と持株比率の貢献度の絶対値を使って算出している。
22. 2009年度については5月までしかデータがない。
23. 役員就任年数が平均9年で、役員が就任後の年数で様に分布されてい

れば、平均在任年数は18年となる。

24. 広告費の貢献度は8.9%、研究開発費は25.6%、輸出額は57.4%となった。これらすべての貢献度を合計すると94.1で100に近い値となった。したがって、貢献度の推定値としては問題ないと思われる。

25. 直接的貢献度の合計は、すべての貢献度の絶対値を使って算出している。

26. 異常なデータ outliers の影響を分析するために、Davidson and MacKinnon(1993, p. 36)にしたがってハット行列の対角要素が、説明変数の数をサンプル数で割った値の2倍以上のサンプルを除く作業を行ったが、すべてのケースで何回繰り返しても outliers の存在を排除できないだけでなく、推定結果も不安定であった。したがって、サンプル企業が異なると本稿での分析結果も異なると思われるが、多くのケースでいずれかの経営者特性が統計的に有意になっており、サンプル企業が異なっても経営者の貢献度の推定値の水準には大きい差はないと推測している。

27. Murphy(1999, p. 2529)によれば、アメリカの pay-performance sensitivity は最新データである1996年では0.6%弱となっている。国も年代も推定モデルも異なっているが、推定値は同じような水準になっており、興味深い結果と思われる。

28. 配当モデルと利潤モデルの総合的貢献度の推定係数が、ほとんど同じ水準であることを強調しておきたい。これらの2式で用いられた説明変数である総合的貢献度は、配当モデルでは配当を通じた貢献度、利潤モデルでは広告、研究開発、輸出を通じた貢献度の推定値から算出されたものであるが、相関係数は0.98でほとんど一致している。この結果も、本稿での経営者の企業価値への貢献度の推定値がある程度信頼できることを示唆している。

29. 既述のように本稿の経営者報酬データにはストックオプションによる収入が含まれていない。ストックオプションによる収入は株価が上昇過程にある場合には、巨額になる可能性もあるため(三好・中尾, 2007を参照)、この結論は暫定的なものである。

参考文献

(英語)

Abowd, J. (1990) "Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance?" *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 43, No. 3, pp. 52-73.

Ang, J. S., and R. L. Richard (1997) "Compensation, and Performance; the Case of Japanese Manager and Directors," *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 7, pp. 275-304.

- Basu, S., L. Hwang, T. Mitsudome and J. Weintrop (2007) "Corporate Governance, Top Executive Compensation and Firm Performance in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 15, pp.56-79.
- Cho, M-H. (1998) "Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: an Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol.47, pp. 103-121.
- Coughlan, A. J., and R. M. Schmidt (1985) "Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, pp. 43-66.
- Davidson, R., and J. G. MacKinnon (1993) *Estimation and Inference in Econometrics*, New York: Oxford University Press.
- Demsetz, H. (1983) "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, Vol, 26, pp375-390.
- Eriksson, T. (1999) "Executive Compensation and Tournament Theory: Empirical Test on Danish Data," *Journal of Labor Economics*, Vol. 17, pp. 262-280.
- Gibbons, R., and K. J. Murphy (1990) "Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers," *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 43, pp. 30-49.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling (1976) "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Jensen, M. C., and K. J. Murphy (1990) "Performance Pay and Top Management Incentives," *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pp. 510-546.
- Kaplan, S. N. (1994) "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States," *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pp. 510-546.
- Kato, T., and M. Rockel (1992) "Experiences, Credentials, and Compensation in the Japanese and U.S. Managerial Labor Markets: Evidence from New Micro Data," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 6, pp. 30-51.
- Kato, T. (1997) "Chief Executive Compensation and Corporate Groups in Japan: New Evidence from Micro Data," *International Journal of Industrial Organization*, Volume 15, Issue 4, pp. 455-467.
- Kato, T. and K. Kubo (2006) "CEO Compensation and Firm Performance in Japan: Evidence from New Panel Data on Individual CEO Pay," *Journal of the*

- Japanese and International Economies*, Volume 20, Issue 1, pp.1-19.
- Leonard, J. (1990) "Executive Pay and Firm Performance," *Industrial and Labor Relations Review*, Vol.43, No.3, pp.13-29.
- Lichtenberg, F. R., and G. M. Pushner (1994) "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," *Japan and the World Economy*, Vol.6, pp. 305-360.
- Main, B.G.M., C.A. O'Reilly III, and J. Wade (1993) "Top Executive Pay: Tournament or Teamwork?" *Journal of Labor Economics*, Vol.11, No.4, pp.606-628.
- Morck, R., A. Shleifer, and R.W. Vishny (1988) "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.293-315.
- Murase, H. (1998) "Equity Ownership and the Determination of Managers' Bonuses in Japanese Firms," *Japan and the World Economy*, Vol.10, pp.321-331.
- Murphy, K. J. (1985) "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, pp.11-42.
- Murphy, K. J. (1999) "Executive Compensation," in Ashenfelter, O., *et al.*, *Handbook of Labor Economics*, Volume 3, Part 2, Amsterdam: North Holland, PP.2485-2563
- Sakawa, H. and N. Watanabe, (2008) "Relationship between Managerial Compensation and Business Performance in Japan: New Evidence Using Micro Data," *Asian Economic Journal*, Vol. 22, pp. 431-455.
- Xu, P. (1997) "Executive Salaries as Tournament Prizes and Executive Bonuses as Managerial Incentives in Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*, Volume 11, Issue 3, pp.319-346.

(日本語)

- 泉田成美 (1997) 「日本企業の役員報酬に関する実証分析」
『社会科学研究』第48巻第5号、 pp.231-246.
- 泉田成美 (2003) 「日本企業の統治構造・役員構成と、それらが役員報酬に与える影響についての実証分析」『研究年報経済学(東北大学)』第64巻第3号、 pp.95-130.
- 岩崎晃 (1977) 「企業の規模、利潤率と重役報酬」『甲南経済学論集』第17巻第4号、 pp.494-512.
- 大森香織・星野靖雄 (2003) 「役員報酬、賞与と企業の市場価

- 値変化との関係について－バブル崩壊前後のパネル分析」『経営行動科学』第17巻第2号、pp.85-95.
- 清水一（2007）「経営者の年齢と企業評価－社長や取締役の若返りは企業価値の向上に役立つか」『証券アナリストジャーナル』第45号、pp.131-142.
- 胥鵬（1992）「日本企業における役員賞与と経営者インセンティブ」『日本経済研究』No.23、pp.29-46.
- 胥鵬（1993）「日本企業は従業員主権型か－日本企業における経営者インセンティブからの検証」『日本経済研究』No.24、pp.73-96.
- 手嶋宣之（2000）「経営者の株式保有と企業価値－日本企業による実証分析」『現代ファイナンス』No.7、pp.41-55.
- 中尾 武雄（2008）「企業価値決定要因のパネルデータ分析－配当、研究開発、広告、輸出、株主構成と企業価値の関係－」『ワールドワイドビジネスレビュー』9巻2号、pp.1-20.
- 中尾 武雄（2009）「輸出、研究開発、広告、株主構成と企業価値－直接効果と配当を通じて与える効果の総合的分析－」『経済学論叢(同志社大学)』60巻、pp.1-27.
- 星野優太（1999）「日本における企業業績と経営者報酬」『会計』Vol.156、No.3、pp.55-69.
- 三好博昭・中尾武雄（2007）「ストック・オプション導入決定に関する理論的・実証的分析」ITEC ワーキングペーパーシリーズ(同志社大学)、07-17.
- 三輪晋也（2001）「経営者の株式所有と企業価値に関する実証分析」『経営経理』第29号、pp.25-51.
- 村瀬英彰（1995）「株式所有構造と役員賞与の決定」『日本経済研究』No.29、pp.76-93.
- 米澤康博・宮崎政治（1996）「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」、橋木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』第10章、日本評論社、pp.222-246.